



China: Mayor flexibilidad del tipo de cambio no será suficiente para reducir desequilibrios externos de la economía

La economía china ha estado durante los últimos meses liderando el proceso de recuperación de la economía global tras la crisis financiera internacional. Si bien China ha avanzado hacia la consolidación de un ritmo de crecimiento similar al del período previo a la crisis, el país enfrenta una serie de desafíos de política económica que definirán la evolución que tomará la economía en los próximos meses. Entre estos retos se encuentran los desequilibrios externos de la economía china y la burbuja inmobiliaria que amenaza con afectar el proceso de recuperación del país.

El anuncio sobre la flexibilización del tipo de cambio busca afrontar el primero de los problemas, mientras que los síntomas de sobrecalentamiento se han ido controlando a través de una serie de medidas de política económica tendientes a enfriar el crecimiento de los créditos hipotecarios.

El anuncio sobre la flexibilización del tipo de cambio busca afrontar el primero de los problemas, mientras que los síntomas de sobrecalentamiento se han ido controlando a través de una serie de medidas de política económica tendientes a enfriar el crecimiento de los créditos hipotecarios.

Las motivaciones para flexibilizar su política cambiaria

El pasado 19 de junio, China anunció que iniciará un proceso de flexibilización en su política cambiaria, lo que ha sido bien recibido por la comunidad internacional. Este cambio vino sólo días antes del inicio de la cumbre del G-20 en Toronto, lo que permitió que China se presentara a la reunión sin tener que enfrentar las presiones que se esperaban de parte de Estados Unidos para que promoviera modificaciones

a su política cambiaria. Cabe mencionar que China ha mantenido un tipo de cambio fijo en 6,83 yuanes por dólar desde julio de 2008. No obstante que el anuncio generó una reacción positiva de los mercados, lo cierto es que existen aún serias dudas respecto a la voluntad que tendrá el gobierno chino, para producir cambios significativos en la valoración de su moneda.

Algo que parece claro, es que China no estará dispuesta a dejar que se produzca una rápida y sostenida apreciación del yuan. El día siguiente al anuncio, la moneda china se apreció un 0,4% respecto al dólar, generando expectativas de que podría iniciarse un ciclo al alza más prolongado. Sin embargo, sólo 24 horas más tarde, un gran volumen de compra de dólares por parte de los bancos chinos (en particular por el Banco Central de China) llevaron a un ajuste al alza del tipo de cambio, volviéndose a depreciar la divisa china hasta los 6,81 yuanes por dólar. En consecuencia, parece que ante el nuevo escenario, podrá haber, eventualmente, mayores fluctuaciones con tendencia a la baja en el tipo de cambio, pero el gobierno chino, probablemente, no permitirá en ningún caso una apreciación rápida y sostenida de su moneda.

Entre 2005 y 2008, durante el último período de alza en el tipo de cambio que vivió China, el yuan subió un 21% su valor respecto al dólar. En esta oportunidad, pocos creen que se pueda llegar a esos niveles de ajuste. En esta línea, existen al menos tres argumentos que se pueden argüir para comprender que existen pocas posibilidades de que se produzca una apreciación significativa del yuan respecto al dólar. En primer lugar, China ha logrado diversificar sus socios comerciales, por lo que la relación entre el yuan y el dólar no es la única que les preocupa a las autoridades. El yuan ya se ha apreciado durante el 2010 frente a muchas de las monedas de sus socios comerciales, por lo que el proceso de ajuste en el mercado cambiario puede darse sin que varíe en gran medida la paridad yuan/dólar. Ejemplo destacado de esto es que desde enero, el yuan se ha apreciado un 17% respecto al euro.

Un segundo aspecto se relaciona con los fuertes controles que está ejerciendo el gobierno chino sobre los flujos de capitales que entran y salen de la economía. Ante el temor de ataques especulativos, especialmente en el contexto de la mayor flexibilidad cambiaria, las autoridades han estado particularmente atentas al comportamiento de los flujos de capital. Estos controles disminuirán el efecto sobre el tipo de cambio que tendrían los flujos de capitales desde el exterior, que buscan refugiarse en la divisa china ante la expectativa de un alza en su valor relativo frente al dólar. Esta situación ya está siendo reflejada por los mercados de futuros de divisas, en los que se espera que el yuan se aprecie en torno a un 2,2% respecto al dólar en los próximos 12 meses.

Por último, el efecto de esta mayor flexibilidad cambiaria podría ser mitigado por la evolución que ha estado siguiendo la balanza comercial de China. El saldo de la balanza comercial ha estado presentando en los últimos meses cada vez menores superávits (6,1% el 2009), lo que ha reducido las estimaciones respecto al ajuste que tendría que tener el yuan para poder restablecer márgenes razonables en los equilibrios externos de China.

Por ejemplo, hace unos seis meses se estimaba que el yuan debía apreciarse en torno a un 40% frente al dólar para llevar el superávit de la cuenta corriente china a un 3%. En la actualidad, se estima que el yuan sólo debería apreciarse en torno a un 24% frente a la divisa norteamericana para llegar a dicho nivel de superávit en la cuenta corriente.

Aunque el desequilibrio en la balanza comercial china ha estado disminuyendo, la tolerancia de países como Estados Unidos frente a esta situación es también cada vez menor, en particular en el escenario del aún alto desempleo que sufre la mayor economía del mundo. A este respecto, el premio Nobel de economía Paul Krugman, ha señalado que países como China, que persistentemente gastan una proporción muy pequeña de lo que reciben como ingresos, terminan contribuyendo a que se mantengan altos los índices de desempleo a nivel global. El Presidente Obama, en una reciente misiva dirigida a los líderes del G-20, ha hecho ver también su posición sobre este tema señalando, en clara alusión a China, que la economía global no podía seguir tolerando que países con abultados superávits externos incentivaran además el sostenimiento de una fuerte dependencia de las exportaciones.

Es importante comprender que la decisión de China respecto a su política cambiaría no se explica exclusivamente por las presiones que ha ejercido la comunidad internacional, sino también por los crecientes temores que han surgido sobre el verdadero compromiso de China con los equilibrios macroeconómicos y por el riesgo de sobrecalentamiento de su economía. En efecto, un yuan de mayor valor provee a China de más herramientas para enfriar la economía y mantener la inflación bajo control, la que en los últimos meses ha ido escalando paulatinamente hasta llegar al 3% anual en mayo. Un yuan más fuerte, permite reducir los costos de las importaciones, liberando además al Banco Central de China para que este pueda actuar de manera más directa a través de la tasa de política monetaria para evitar una escalada inflacionaria.

Aún cuando existen expectativas en relación al efecto que pueda tener la mayor flexibilidad cambiaria sobre los desequilibrios externos de China, hay algunos riesgos importantes cuando se intentan resolver ese tipo de situaciones utilizando como herramienta exclusiva la política cambiaria. La idea de fondo, es que un yuan fortalecido permite desincentivar las exportaciones y aumentar el poder de compra de bienes importados de los consumidores chinos. Sin embargo, en este punto hay que mirar con detenimiento los efectos que esta medida pueda tener sobre la fortaleza de la industria exportadora china, que emplea a gran parte de la mano de obra del país. Las rigideces del mercado laboral chino probablemente acentuarán aún más el problema del desempleo, haciendo que las empresas, al no poder ajustar sus factores de producción, deban cerrar. Si el yuan se aprecia de forma significativa, estos problemas pueden resultar, en que en lugar de impulsar el consumo privado, la flexibilidad cambiaria termine siendo el detonante de un problema grave de desempleo.

Persisten los riesgos de sobrecalentamiento de la economía

Tal como se ha mencionado, la intención de cumplir con el objetivo de impulsar el consumo privado utilizando la política cambiaria puede llegar a ser contraproducente para la economía china. Para que no se dé esta situación, es necesario que el gobierno complemente la mayor flexibilidad cambiaria con otro tipo de políticas a nivel de la economía doméstica. Entre estas medidas, se encuentran el promover una mayor flexibilidad en el mercado laboral para permitir que las empresas se ajusten al nuevo escenario, reformar los gobiernos corporativos de las múltiples empresas estatales chinas para que éstas ayuden a aumentar los niveles de gasto a nivel doméstico, y desarrollar una red de seguridad social para las familias, de manera que éstas puedan reducir sus inversiones en ahorros y seguros privados y puedan destinar esos recursos a un mayor gasto.

Si bien todos los indicadores muestran que China ha retomado una senda de fuerte crecimiento (el PIB se expandió un 11% el primer trimestre del año), persiste el temor respecto a lo que pueda suceder con la burbuja inmobiliaria que se ha ido gestando durante los últimos años en el país. Frente a esto, el gobierno chino ha implementado durante el presente año una serie de políticas tendientes a enfriar el mercado de bienes raíces. Aunque hasta el mes de abril los precios de las viviendas seguían aumentando a un 12,8% mensual, cifras preliminares del mes de mayo dan cuenta de una menor actividad en este sector de la economía. Por ejemplo, se ha estimado que en Shanghai las ventas de casas disminuyeron un 70% en mayo en relación a abril, lo que de confirmarse daría cuenta de un marcado giro en la situación del mercado inmobiliario de China.

Por ahora, el gobierno ha actuado intentando controlar los flujos financieros que dan pie a la burbuja inmobiliaria, estableciendo nuevos impuestos a las hipotecas (en particular para quienes adquieren una segunda o tercera vivienda) y aumentando los requisitos de capital para poder postular a un crédito. Aunque el hecho de tener que controlar la expansión del mercado inmobiliario puede afectar las proyecciones de crecimiento para la economía, existe un relativo consenso en torno a que la fortaleza del país le permitirá alcanzar las altas tasas de crecimiento proyectadas para este año, incluso en el escenario de que se deban implementar medidas más drásticas en el ámbito del mercado inmobiliario.

A mediano plazo, será importante mantener bajo observación la evolución del mercado financiero de China. Durante la crisis internacional, los flujos de crédito fueron claves para sostener la actividad económica, en particular hacia las pequeñas y medianas empresas, muchas de ellas de propiedad estatal. Cada vez existe una mayor conciencia de que parte importante de esos créditos se transformarán en último término en activos sucios de los bancos que los entregaron.

Esto podría generar presiones sobre el sistema financiero, afectando con ello a la economía como un todo. Las autoridades chinas han reaccionado a estos riesgos recapitalizando muchos de los bancos de propiedad estatal, con la esperanza de

que los créditos impagos no se vean reflejados en los balances de las instituciones financieras. De todas formas, este problema se transformará en uno de los principales riesgos para la evolución de la economía de China en los próximos meses.

Proyecciones y conclusiones

Entre las principales preocupaciones en torno a China a mediano plazo, se cuentan el proceso de apreciación del yuan, y los efectos de las medidas de control sobre el mercado inmobiliario en las cifras de crecimiento de la economía. Las evidencias de sobrecalentamiento que se han observado en los últimos meses, se verán reflejadas durante el resto del año en un aumento paulatino de la inflación. Durante el primer trimestre de 2010, ésta alcanzó una cifra anualizada de un 2,2%, y se espera que suba a un 3,2% y a un 3,6% en el segundo y tercer trimestre respectivamente. De todas formas, las proyecciones de inflación han estado internalizando el efecto de las medidas de enfriamiento del mercado inmobiliario impulsadas por el gobierno, por lo que tanto para 2010 como para 2011 se espera que la inflación se mantenga dentro del rango meta del Banco Central de China, en torno al 3% anual.

En cuanto a su evolución, la economía china se ha venido expandiendo con fuerza en los últimos meses. El primer trimestre el PIB creció un 11,9% anual, aunque se espera que esta cifra baje hasta un 9,9% el segundo trimestre, principalmente como efecto de la normalización que parece estar viviendo el mercado inmobiliario. Para el 2010 se proyecta un crecimiento del 10,8%, el que se tendería a moderar el 2011 llegando a un 9,4%. Aunque las proyecciones al respecto son aún poco claras, se espera que la demanda interna comience a jugar un rol cada vez más importante en el impulso al crecimiento de China. El hecho que esto efectivamente suceda, dependerá de la magnitud que alcance al ajuste cambiario propuesto por las autoridades. En definitiva, cualquier efecto que este cambio pueda tener sobre el consumo privado, será proporcional a la variación que se produzca en el precio relativo de la divisa china.

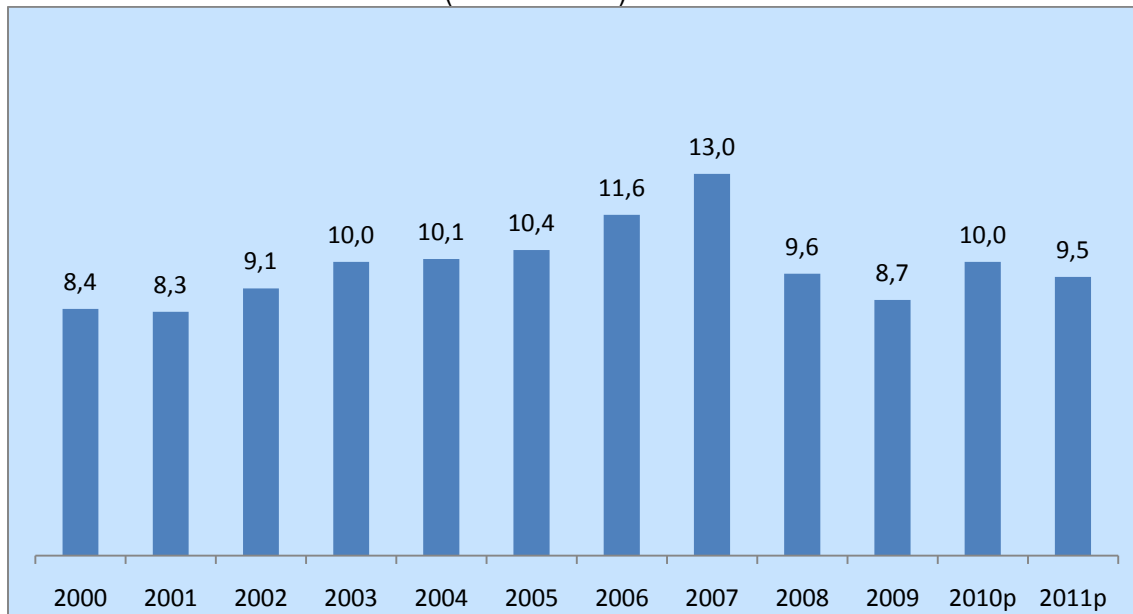
Cuadro Nº 1
Indicadores Económicos de China

China	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010p	2011p
PIB Real (var %)	10,1	10,4	11,6	13,0	9,6	8,7	10,0	9,5
Demanda Interna (var %)	10,1	7,1	10,6	12,1	8,8	11,8	13,1	12,0
Consumo Privado (var %)	8,1	9,6	11,3	9,6	9,5	8,5	9,5	10,0
Inversión (var %)	15,3	16,8	14,9	12,3	10,0	14,0	15,0	11,0
Balanza comercial (US\$ Bill.)	59,0	134,2	217,7	315,4	360,7	249,5	184,4	163,2
Exportaciones (US\$ Bill.)	593,4	762,5	969,7	1.220,0	1.434,6	1.203,8	1.581,0	1.894,2
Importaciones (US\$ Bill.)	534,4	628,3	751,9	904,6	1.073,9	954,3	1.396,6	1.731,0
Cuenta Corriente (% del PIB)	3,6	7,2	9,4	11,0	9,4	6,1	4,0	3,3
Inflación (%dic/dic)	3,9	1,8	1,5	4,8	5,9	-0,7	2,9	3,2
Balance Fiscal (% del PIB)	-1,3	-1,2	-0,8	0,6	-0,4	-2,2	n/a	n/a

Fuente: IIF.

Gráfico Nº 1

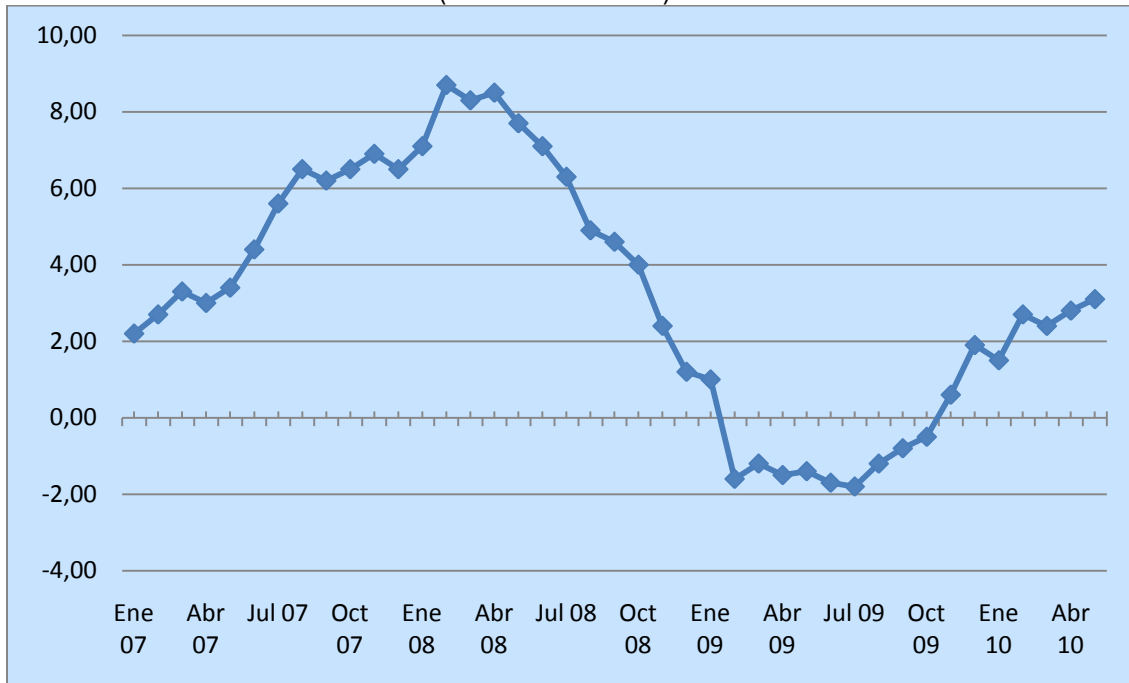
Tasa de Crecimiento del PIB de China
(Var. % Anual)



Fuente: IIF

Gráfico Nº 2

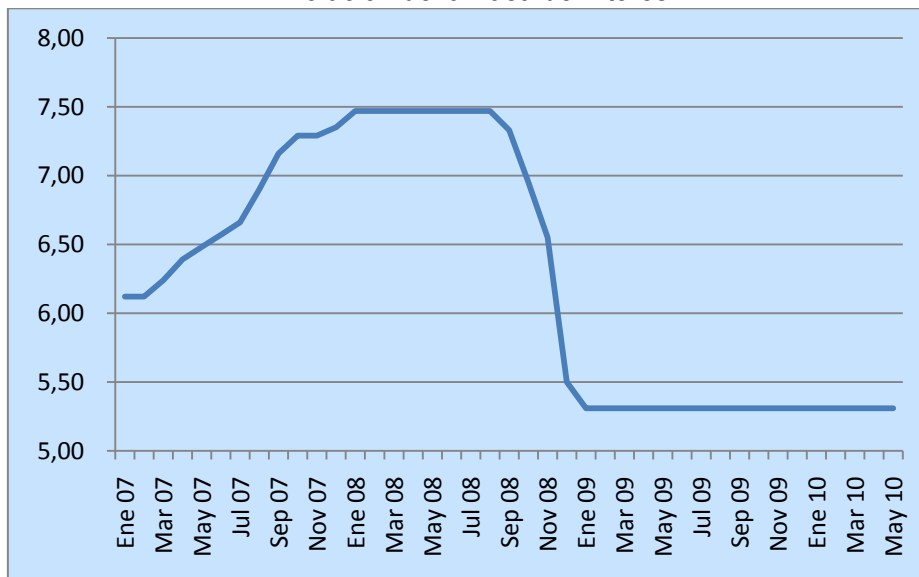
Evolución de la Inflación en China (Var. % 12 meses)



Fuente: The People's Bank of China

Gráfico Nº 3

Evolución de la Tasa de Interés



Fuente: The People's Bank of China

Cuadro Nº 2

Proyecciones para la Tasa de Interés de China

Actual	Jul 10	Sep 10	Dic 10	Mar 11	Jun 11
5,31	5,31	5,58	5,85	6,12	6,12

Fuente: JP Morgan

Cuadro Nº 3

Clasificaciones de Riesgo Soberano de China

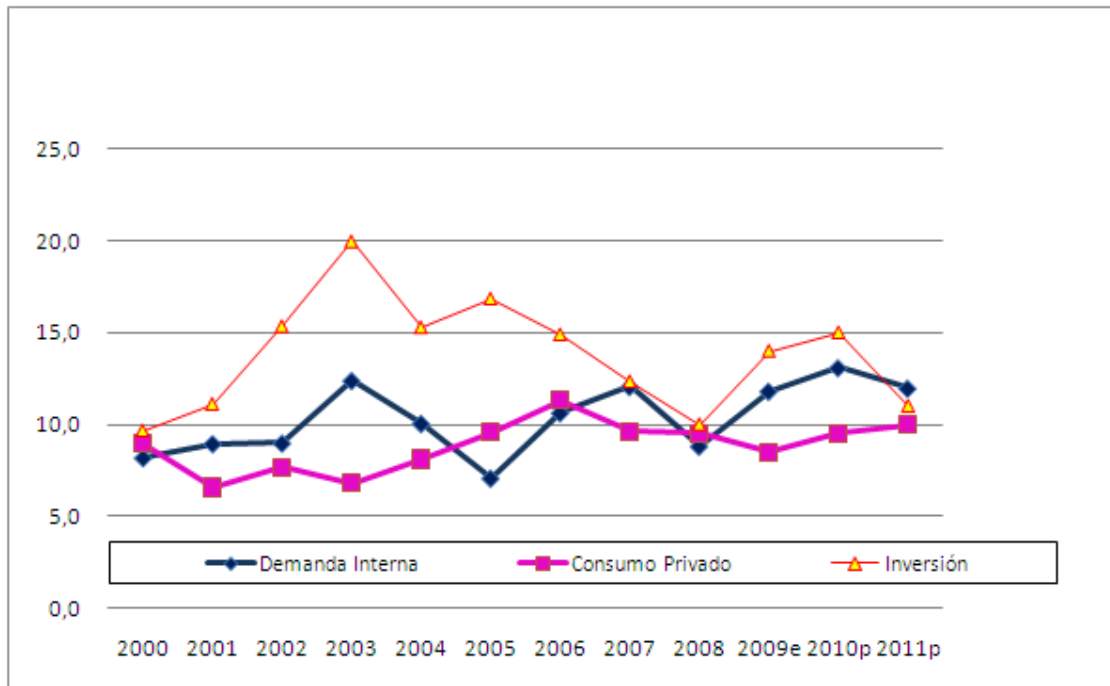
País	Moody's	S&P	Fitch
China	A1	A+	A+

Fuente: JP Morgan

Gráfico Nº 4

Evolución de la Demanda Interna, Consumo Privado e Inversión en China

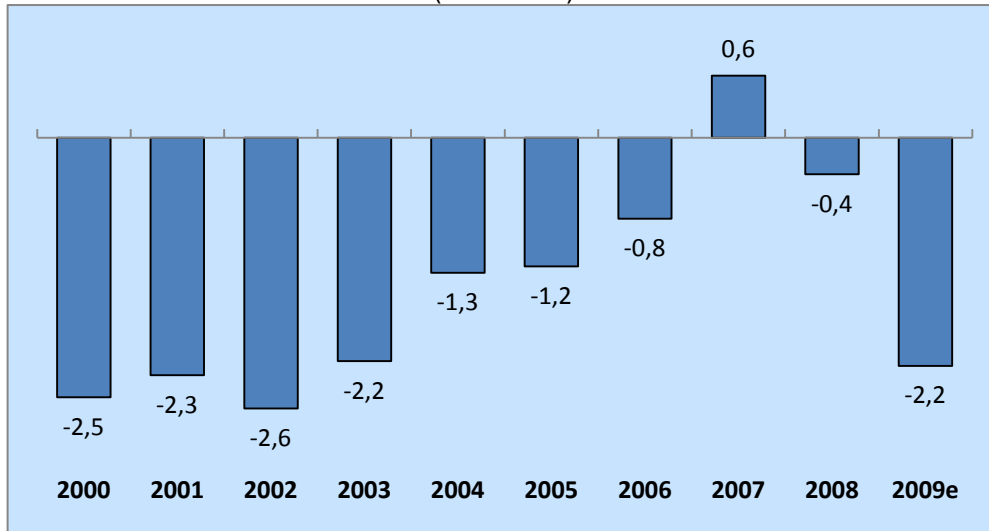
(Var. % Anual)



Fuente: IIF

Gráfico Nº 5

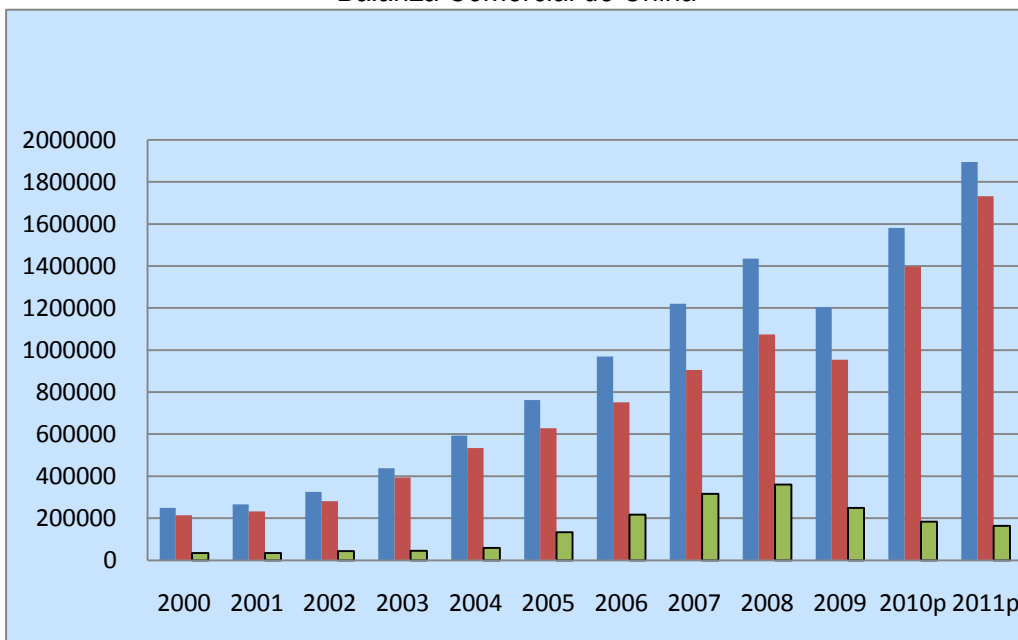
Balance Fiscal de China (% del PIB)



Fuente: IIF

Gráfico Nº 6

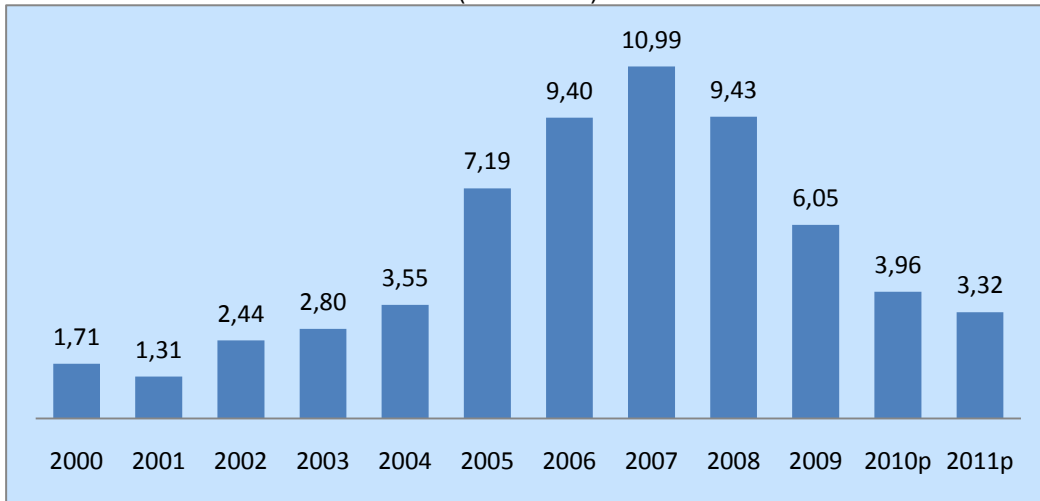
Balanza Comercial de China



Fuente: IIF

Gráfico Nº 7

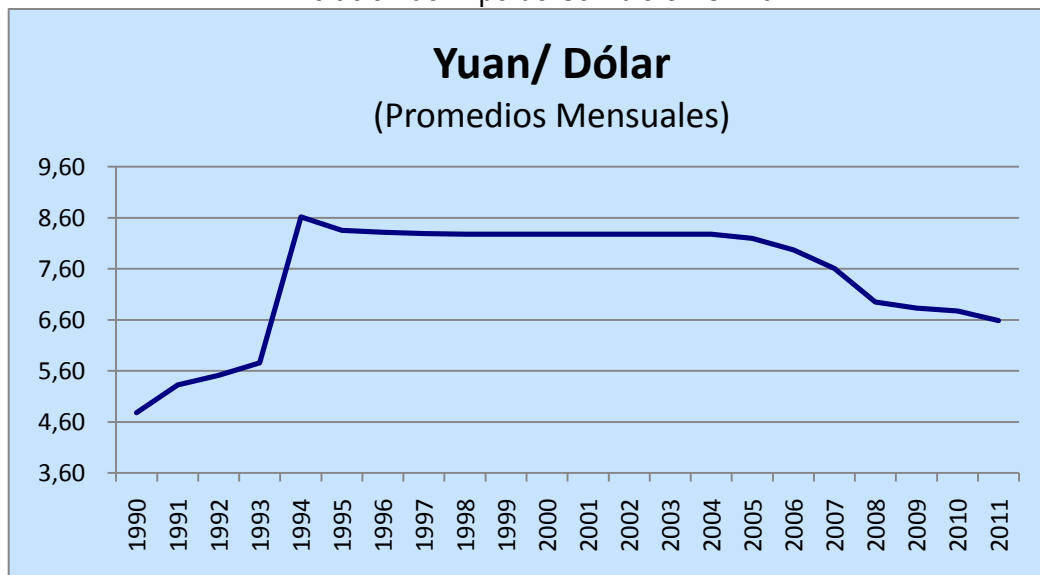
Saldo de Cuenta Corriente de China (% del PIB)



Fuente: IIF

Gráfico Nº 8

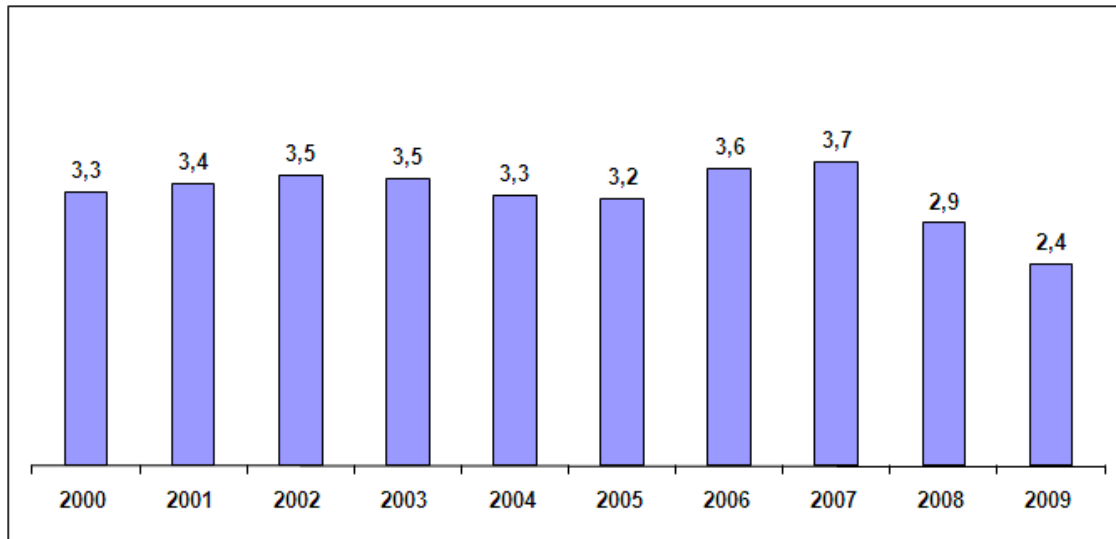
Evolución del Tipo de Cambio en China



Fuente: IIF

Gráfico Nº 9

Evolución de la tasa de Desempleo en China (% de la fuerza de trabajo)



Fuente: IIF

Gráfico Nº 10

Comercio Exterior entre Chile y China

Comercio Exterior entre Chile y China (US\$ Millones)



Fuente: Indicadores de Comercio Exterior 2003 - 2009, Banco Central de Chile